

Waarderingen zijn altijd subjectief

Peter Korteweg, PhD, CFA is Senior Portfolio Manager bij APG Asset Management

De ambities van Aswath Damodaran's nieuwste boek zijn torenhoog. In de derde druk van "*The Dark Side of Valuation*" uit 2018 stelt hij zichzelf ten doel een waarderingmodel te bieden voor elk aandeel. Maar professor Damodaran weet waarover hij spreekt. Sinds 1986 onderwijst hij *corporate finance* en aandelenwaardering aan de New York University. Over de afgelopen jaren heeft hij gestaag gewerkt aan een indrukwekkend oeuvre van meer dan tien boeken over beleggen en waarderingen.

De basis van zijn waarderingmodel vormt een klassiek *discounted cash-flow*-model. Maar al snel ontdekt Damodaran dat dit klassieke model niet geschikt is voor het waarderen van jonge bedrijven, zonder een historie van financiële gegevens en zonder relevante *peers*. Neem Amazon in 1998. Het bedrijf bestond net vier jaar, waarvan slechts één jaar beursgenoteerd, en over die periode was de omzet met 838% gestegen tot \$147.8 miljoen. Damodaran stelde zichzelf de vraag: is het mogelijk om Amazon te waarderen? Het antwoord op die vraag leidde tot de eerste editie van dit boek.

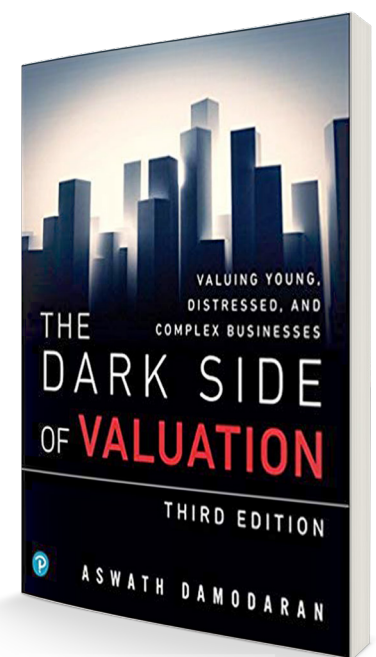
De financiële crisis van 2008 vormde de aanleiding voor de tweede editie, waarin Damodaran nader ingaat op de waardering van banken en bedrijven in opkomende markten. En in zijn laatste editie staan de lage rentestanden, de volatiliteit van de aandelenpremie, en politiek risico centraal. Welke invloed hebben deze actuele factoren op de discontovoet? En is het mogelijk een waardering te geven met negatieve rentes?

Het boek is helder opgebouwd in vijf delen. Na een introductie in waarderingen volgen drie delen waarin ingezoomd wordt op de verschillende onderdelen van een DCF-waardering. Eerst wordt stilgestaan bij de macro-factoren: de risico-vrije rente, de risicopremie, groei en inflatie. Daarna wordt ingegaan op waardering van bedrijven afhankelijk van de levenscyclus van het

bedrijf. En vervolgens komt waardering aan bod voor een scala van specifiek type bedrijven: jonge groei bedrijven, cyclische bedrijven, financiële bedrijven, bedrijven in opkomende landen en bedrijven met immateriële activa.

Wat me aanspreekt in dit boek is de nadruk op deze specifieke situaties. Helder benoemt Damodaran de valkuilen bij het waarderen van elk van deze type bedrijven. De opzet is altijd hetzelfde: hij schetst een uitdaging bij het modelleren. Vervolgens gaat hij in op gangbare *quick-fixes* die meer gedreven zijn door gemak of conventies dan een gedegen analyse van de waardering. In de woorden van Damodaran, een liefhebber van Star Wars, benadrukt dit de *dark side* van waardering, waarin elke waardering mogelijk lijkt zolang je de basisgrondslagen maar loslaat. Een voorbeeld hiervan is een gedetailleerde waardering van een potentiële acquisitie, die vervolgens wordt aangevuld met een 20% premie voor het verwerven van een meerderheidsbelang. Een gangbare praktijk, maar één zonder enige toelichting hoe deze premie zich vertaalt in toekomstige kasstromen.

Dat is het moment waarop Damodaran de lezer een spiegel voorhoudt, door de vraag te stellen of we een waardering of een prijs willen? Prijsvorming wordt bepaald door vraag en aanbod, wat bijvoorbeeld premies bij overnames kan verklaren. Maar voor wie geïnteresseerd is in het bepalen van de intrinsieke waarde, die vindt in dit boek een



Aswath Damodaran: *The Dark Side of Valuation, Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*, 3e editie, 2019, Pearson FR Press ISBN: 9780134431185

schat aan informatie. Damodaran laat zien dat de grondslagen voor waardering niet wezenlijk zijn veranderd over de afgelopen decennia. Maar een pragmatische, flexibele aanpak is nodig om waardering in praktijk toe te passen. Uiteindelijk laat hij de belangrijkste keuzes, namelijk de verwachtingen van groei, winstmarges en risico, aan de analist. Want zoals hij zegt: waarderingen zijn altijd subjectief. Maar het kan veel consistentier, en in meer gevallen dan je denkt.